

放水年代未完 聯儲局應對成疑

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恆

日本央行兩周前突然加碼寬額度的行動，終於在央行之間激起了反應。英倫銀行行長卡尼及央行的委員，近期便不斷向市場放風，指雖然當地經濟增長有改善，但通脹可能未必於短期內升至央行的目標水平，顯示央行並不急於加息，一改早前放風明年可能加息的可能。

各國放風不急於加息

歐洲央行的藉口更大，主因近期公布的經濟數據仍然疲弱。上周公布的綜合採購經理指數、製造業採購經理指數及服務業採購經理指數均下跌。歐洲央行行長德拉吉更於周五表示，若通脹未見有跡象快速回升，歐洲央行準備擴大刺激規模。雖然他表示仍期待近期推出的措施成效，故12月的會議未必再有措施推出。相反，要留意到時公布的最新經濟預測，主因歐洲央行仍有可能進一步下調經濟增長及通脹預期。

亞洲區方面，韓國央行下半年以來已經減息兩次。目的在於刺激國內疲弱的消費之餘，亦是要令韓圓走弱，以抵抗日圓疲

弱，令日本貨品出口競爭力增加的問題。想不到的是，中國人民銀行上周五亦意外進行不對稱的減息行動。雖然人行聲明指是次利率調整仍屬於中性操作，毋須對經濟採取強刺激的措施，穩健貨幣政策不變，但是次減息是當局意識到早前的定向刺激及創新型工具，對刺激經濟的效果有限。

低息利美國經濟復甦

美國政府以聯儲局，會否容許美元獨強？那麼我們只好分析若美元獨強，對美國經濟帶來甚麼影響？美元獨強，勢令美國輸入貨品價格下降，令通脹需要較長時間，才可以達到聯儲局的2%目標。由於美國經濟依靠私人消費，進口降價能進一步刺激消費。低息環境若能持續，將更利美國經濟復甦，加上明年聯儲局由鴿派主導，似乎更利低息環境的持續。即使明年聯儲局真的加息，預料幅度及速度將會較溫和，可能令美元的升值步伐減慢。人行減息，可能只會對短期內地及香港股市帶來刺激作用。相反，若及後公布的經濟數據較預期差，更顯示出人行是次減息的實際需要，以及企業的盈利將會下降。目前正在推出量寬的國家或地區，可能有新資金流向當地股市，推升區內股市及引發財富效應。

振興經濟須加快國企改革

太平金控·太平證券(香港)研究部主管

陳羨明

人民銀行上周五意外降息，時間和力度均超出市場預期。降息主要在於加快降低實體融資成本，應對當前經濟增長的下行壓力。今年經濟面臨下行壓力，經濟中存在不穩定、不協調、不可持續的問題。於是，內地連續推出了穩增長、促改革、調結構、惠民生各項政策。

在貨幣政策方面，人行通過創新金融工具試圖降低企業融資成本。人行繼去年四季度以來通過公開市場短期流動性調節工具(SLO)平滑銀行間資金面，今年以來通過定向降準、常備借貸便利工具(SLF)、抵押補充貸款(PSL)以及中期借貸便利(MLF)等工具釋放了大量流動性，使得銀行間資金面持續寬鬆，七天回購利率從年初的5%以上降至3%，一年期國債利率從年初的4.2%大幅下降至3.2%。

定向政策未達效果

不過，傳導不暢、效果不佳。定向政策未能達到有效改善融資成本環境的效果，實體企業的融資成本仍然高居不下，一般貸款利率反而從年初的7.14%上升19個基點至7.33%。原因有多方面，其一是金融機構尤其銀行的不良資產攀升，因而壓低了其信貸投放的風險偏好；企業的資產負債表調整壓力亦令其投資需求減弱，供需均限制了定向貨幣寬鬆向信用改善的傳導機制發揮作用，導致定向寬鬆還沒能起到降低實體融資成本的預期效果。

人行決定降息主要是融資成本高居不下，製造業與房地產仍處於向下的調整趨勢之中，且通縮逼近，信用風險的暴露再次加大。上周三李克強總理召開國務院常務會議，部署十條措施以期降低企業融資成本，但銀行間市場仍然資金緊張，本次降息的時間是在這一問題發生之後，人行此舉在情理之中。

相較於定向方式，短期來看，降息確實有助於降低社會融資成本。儘管目前的貸款利率已完全市場化，且存款利率的上浮上限調整到1.2倍，現行的存貸款基準利率在存貸款的定價中

中國減息背後原因

景順投資管理亞洲區(日本除外)首席投資總監

陳柏鉅

在上周五(11月21日)，人行公布不對稱減息，分別調低基準存款和借貸利率25個基點及40個基點，由2014年11月22日起生效。人行在超過兩年以來首度減息，此舉背後的原因是什麼？

減融資成本增競爭力

單憑直覺或會認為，中國減息全歸因其經濟增長。現時，中國經濟在「合理的區間」內增長，預期在2014年和2015年增長率將徘徊於約7%的健康水平。中國經濟增長放緩的其中一個原因是生產物價指數處於負水平，該指數數量度內地生產商生產物價的變動。在下跌接近3年後，生產物價指數在10月進一步跌至按年-2.2%的負水平。鑑於中國的實質融資成本高昂，我們相信是次減息是透過減低財困公司的企業融資成本，舒緩上游行業的壓力，以及希望藉此促使中國企業在環球市場重拾競爭力。

致力對抗通縮風險

我們認為若計入生產物價指數，中國的借貸利率仍然過高。當局越遲減息，其影響將會越大。事實上，中國債券市場已反映減息空間，內地10年期主權債券息率在年初至今已下跌超

降息難逆經濟下行趨勢

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

今年11月19日中國國務院召開會議，提出「融十條」，旨在改善企業融資難、成本高的問題。兩日之後，央行突然宣布不對稱降息，一年期存款基準利率下調0.25個百分點至2.75%，一年期貸款基準利率下調0.4個百分點至5.6%，大大出乎市場預期。事實上，今年內房疲軟，整體經濟持續下行，本次降息雖然意外，卻非常必要。降息可以降低社會融資成本，大大利好整體經濟及股市。不過筆者認為，降息對非銀行類金融企業以及高負債企業有較大利好作用，但難以改變內房以及整體經濟的下行趨勢，預計未來或會有更多刺激措施推出。

延緩經濟增長放慢

今年二季度內房出現下行拐點之後，內地整體經濟下行速度加快。三季度中國GDP增速降至20年來新低的7.3%，穩增長成為政府工作的首要目標。為穩定經濟，政府不斷祭出組合拳，但成效卻差強人意。一方面，央行雖然對內銀實行定向降準，要求銀行增加對三農及中小企業的貸款力度，但銀行執行意願低，效果不佳。另一方面，政府不斷加大基建投入力度，發改委過去兩個月先後6次集中批覆30個鐵路及機場項目，總

還是發揮了極其重要的參考作用。在一定程度上，降息比較直接通過引導預期的方式來壓低實體融資利率。

不過，融資成本高企反映了貨幣供需關係的失衡，還是因為貨幣傳導機制的問題，從貨幣寬鬆到信用寬鬆仍有一段曲折的路要走。

其實，更健康更長遠的方法，應是通過國企改革加快過剩產能行業破產重組，啟動企業的創新能力，形成資金供需的良性循環，降低融資成本，最終提高經濟內生動力。

資本市場率先受惠

降息對資本市場整體利好。之前一系列的定向政策已經在一定程度上約束了無效率部門的資產負債表，降低了結構風險溢價，進一步的降息雖然可能難以扭轉經濟下行走勢，但反映貨幣政策偏寬鬆的基調仍將延續，並打開了無風險利率下行通道的空間和預期，公開市場利率水平進一步下移，從而提高了市場的風險偏好。降息引導債券收益率下降，有助於以藍籌為主的上市企業通過發債，或發行低成本的新債替換高成本的舊債，進一步強化其優勢。非對稱性降息收窄了銀行的利差，短期對銀行負面，但中長期而言，降息緩解企業財務負擔，從而改善銀行資產品質。非銀行金融中，券商股的融資融券業務餘額有望繼續擴大。保險公司的權益資產以及債券資產的公允價值上升，可提升淨資產水平，改善償付能力，提升保險公司的內含價值。

銀行「惜貸」制約

降息對以資金密集型為主的周期行業、地產等形成構成直接利好，但預計實體經濟的短期下行壓力仍然存在，傳統製造業如鋼鐵、輕工、基礎化工等需求端大幅改善的機會不大，其盈利改善空間有限。

依上分析，雖然降息主要為中小企業融資，但金融體系和各種監管政策，以及商業銀行不良資產仍未被完全清理，經濟下滑背景下銀行「惜貸」等因素均抑制利率傳導機制發揮作用，並非簡單降低銀行利率就能解決問題。趨勢上，我們仍然建議挖掘國企改革的投資機會。

過79個基點。

中國政府致力對抗通縮風險是這次減息的另一股推動力。中國促進人民幣國際化的目的在於穩定人民幣匯率。當局在上周五公布的不對稱減息——明確來說，存款利率只調減25個基點，應可為人民幣提供支持，特別是現時內地的存款利率為2.75%，仍處於全球最高水平之一。日本和歐洲均採取弱貨幣政策，以對抗美元強勢，因而遏止通縮。其他亞洲國家方面，韓國央行亦調低利率，為環球金融危機期間的最低匯率水平。鑑於人民幣大幅貶值的政策不可行，中國政府將會使用貨幣工具對抗潛在的通縮風險。中國減息的受害者包括具高度周期特性的公司、需為長期項目融資的基建公司，以及房地產發展商。由於市場預期進一步減息，投資級別及高收益債券均受惠。另一方面，貨幣市場基金的存款回報下跌，可能令投資者轉持較長年期的工具或較高風險的資產，以取得較佳的回報。同樣，不對稱減息導致淨息差收窄，或會增加銀行的壓力。

我們認為中國政府的做法恰當，以減息作為適時的「止痛劑」，致力減低企業的融資成本及緩和通縮。我們相信借貸成本下降日後將會轉化為企業的盈利增長。必須注意的是，中國的貨幣政策應與其改革措施分別看待。雖然我們相信隨着內地經濟持續轉型，其改革措施將維持不變，但改革成果只有在中期內才能達成。

展望未來，市場肯定存在進一步減息的空間，我們認為減息將陸續有來。

(摘自景順《市場透視》)

投資額超過9,000億元(人民幣,下同)。這些項目資金需要量大,但建設及回報周期長,相關企業債務壓力極大。在此背景下,降息適時推出,意義重大。

降息可以顯著降低企業債務負擔,使整體經濟受惠。降息對利率敏感的基建、非銀行金融(保險、券商等)、電力及內房等高負債行業刺激作用最大;銀行成為唯一的成本承擔者,利息收入會受到擠壓。截至2014年9月,銀行業對實體經濟的表內信貸餘額約為120萬億元,按照理想環境貸款利率下調0.4個百分點計算,此次降息緩解的存量債務負擔達到4,800億元,約佔工業企業利潤的11%,數字非常可觀。不過,在實際操作中,銀行仍可適當調整存款及貸款利率的下調幅度,短期內銀行息差(貸款利率減去存款利率)不會明顯收窄。

憧憬更多措施推出

受惠降息,贏弱多時的內地樓市出現反彈,深圳更時隔兩年再現「日光盤」。降息後按揭貸款利率下調,購房者的財務負擔減輕,刺激了部分購房需求。不過筆者認為,內房處於嚴重供過於求的狀況,行業下行趨勢沒有改變。其他相關行業亦與內房相似,雖然債務壓力稍減,但仍面對產能過剩等問題,整體經濟依然缺乏增長動力。筆者認為,該次降息具備刺激經濟及推行利率市場化的雙重意義,刺激作用有限,預計未來或會有更多降息甚至降準等措施推出,投資者值得關注。

中國減息帶來不同解讀

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

關心中國經濟走向的朋友,自從上周五(21日)中國人民銀行宣布減息以來,未停過爭論行動的真正原因。討論的兩大結論,一是市場參與者一般的解讀,一是央行本身提供的解釋,均說得通,與行動相符,要讓人二擇其一,確實有點為難。

事實上,之所以難以取捨,正因為行動本身雖然可以客觀觀察得到,但箇中因由,決策者為何所想,有何動機或誘因,皆是主觀猜想,一切唯有靠客觀的部分填補進去,讓外界減少誤判的機會。

說起來,兩派說法均有道理。先說傳統的解讀,就是市面上流行的說法,就像中外不同時候出現的經濟周期,偶然會有滑落的日子,簡單的處理是以擴張性措施,刺激一下經濟,財政政策上是增加公共開支和減少稅收,貨幣政策上是增加貨幣供應或減息,這些是很初級的經濟學理論了。

如今過去幾季,中國經濟增長放慢,人所共知,數據轉差後,大家的想法很一致,尤其有上述的理論在手。再加上過去多年,中國官方不時為經濟是否過熱或增長動力不足有定論,時而加減息,時而調整存款準備金率,還未計各種各樣的財政政策,以支持經濟增長動力云云。如此一來,大家最合理的猜想,自然是經濟下行,央行有動作刺激經濟。

釋放經濟誘因無以為繼

本來,這正是最大多數人傾向相信的。可就是過去一年多以來,投資者嘗試解讀官方的言論和行動,卻又有另一種同樣合理,但與本來信念未必相符的說法。

大家明白,中國經濟增長速度,過去30多年,實在是極為高速,原因很簡單,就是由一個極端的制度,轉變為另一個極端的制度,產權制度的改變,釋放了大量有用資源的積極性,或稱經濟誘因,生產力大增,一切均有突飛猛進的效果。

隨着30多年過去,高增長之後,開始要面對的現實是,之前的增長速度,實無可能長期保持不變,較為可取的做法是,盡可能趁這輛高速的列車,有秩序引導至沒那麼高速,但走上較佳的軌道。

不再單獨依靠市場力量

說起來,就是這個基本認識下,去年三中全會的一個重點訊息,就是市場力量要作為資源配置的決定作用,才顯得更加清楚有力。在深化結構改革的過程中,有很多難題有待處理,若果片面以滿足外界的期望,一味追求增長速度的數字而不是增長的質素,則很容易本末倒置。長遠而言,要追求更加穩定的增長,而不致犧牲社會民生很多不同的目標,有效的方法是讓市場做市場有能力做的。

正是這一點,讓投資者相信,官方這幾季度以來,一直以定向的調結構方式推行政策,而不是傳統一刀切的刺激經濟。問題卻是,如今的行動,客觀上看,與刺激經濟的行動看不出分別,難免令外界多了不同詮釋的空間。官方要讓外界有信心舊作風改變,恐怕又要多花時間,透過一連串例子,建立市場與官方的互動了解。



市場對人民銀行宣布減息有不同解讀。

資料圖片

推居屋助紓深層次矛盾

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

房委會繼年底推出逾2,100伙新居屋接受合資格人士申請之後,宣布明年年中推出新一輪2,500個「白居二」名額。另一邊廂,民間智庫智經研究中心發表研究青年向上流研究報告,當中包含青年置業住屋問題,倡議政府積極覓地建青年宿舍,藉以為年輕人的住屋問題提供答案。一連串有關解決置業及住屋難題的訊息,巧合地在「估中」後若若時間推出,或有助紓緩部分港人不滿現狀的深層次矛盾。

私樓市場需求殷切

首批新居屋2016年入伙,房委會宣布年底推出2,160個這類單位接受申請,將以市價七折出售,綠白表比例為60:40,單位售價約187萬元至326萬元不等,白表家庭入息上限為46,000元,綠表家庭入息上限是前者一半。其實過去一年,雖然港府實施多項減稅措施壓抑樓市,私樓樓價沒有大幅回調,個別屋苑反而錄得破紀錄新高價,證明私樓市場需求殷切。新居屋白表配額佔四成,即是2,160個單位中只有864個給白表者,在數量上感覺是少一些,正如運輸及房屋局局長張炳良所說,再下一批的新居屋可能要一段時間才作預售,因此認同房委會資助房屋小組的決定,再推出新一輪「白居二」的計劃。

炒風重現機會不大

「白居二」指符合白表資格人士,可以申請免補地價購買二手居屋,雖然實際上沒有新增供應,但由於居二市場多了這批新增買家,有

助於激活居二單位的流通量,原來居二單位的業主放售單位後,仍需要在市場覓新居,部分會回流私樓市場置業,好處是加速了居屋與私樓市場之間的「旋轉門」,至於會否令居屋業主提升售樓意願,仍要視乎個別業主能否滿足換換樓所需的資金門檻。

有評論認為「白居二」或會刺激「炒風」,的確居二業主放售單位的同時,會在私樓市場包括一手及二手樓尋求合適的換樓單位,但在現時各種減稅運作之下,料換樓自住的動機大於一切,炒樓尤其短線投機者,由於需要繳付雙倍印花稅及額外印花稅等,炒風重現機會不大。今次推出名額只得2,500個,加上是明年下半年才推出,對市場影響有限,但對合資格抽籤白表人士來說,無疑是多了一個新希望。

青年宿舍可以考慮

在房屋階梯最底層的人士,應該是尚未有能力置業的群組,亦包括現時住在劏房的人士,可能亦是現時社會上最需要幫助,且怨氣最重的那部分港人。正如智經研究中心指出,現時整體教育程度上升,但平均收入跟不上樓價上升速度,「上車」遙遙無期,加上近10年年輕人向上流動空間趨狹窄,筆者認同應想方設法提供低廉租金的青年宿舍,好讓年輕人有機會儲蓄較大部分資金,以備日後上車作首期之用。回想起早前恒基主席李兆基願意慷慨捐出土地,建一些售價百多萬元的小單位給年輕人上車嘗當業主滋味,實在先知先覺,或許今日舊事重提,有關當局會否為此重新研究,致力解決所有技術上的問題,令此事重新獲得曙光。假如真的成事,或有助於穩定「後估中」時期的社會局面。

題為編者所擬。本版文章,為作者之個人意見,不代表本報立場。